

先行き改善が期待される家計の所得環境

～消費が牽引役となり、好循環が実現へ～

南 武志

要旨

1～3月期の経済成長率は事前予想を上回る堅調な数字となったが、民間在庫の積み上がり最大の成長率押し要因であったほか、増税後に落ち込んだ民間消費にリバウンドが起きないなど、見かけ倒しの内容であり、国内景気は持ち直しつつあるが、そのペースは非常に緩やかなままとする従来の見方を修正するには至らなかった。

しかし、消費税増税要因が一巡し、ベースアップなどの賃上げ継続、堅調とされる夏季賞与に加え、石油製品の価格下落などによって物価上昇圧力が沈静化していることから、家計の所得環境が大きく改善することが期待されている。15年度には経済の好循環入りに向けた動きが徐々に強まると予想する。

一方、原油安の影響で、足元は物価が大きく鈍化しているが、日本銀行はマクロ的な需給ギャップや予想物価上昇率の改善を元に「物価の基調は改善している」との見解を示しており、当面は追加緩和に対しては慎重姿勢を続けると予想する。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項目	2015年				2016年	
	5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コール翌日物 (%)	0.071	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.1690	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17	
短期プライムレート (%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	
国債利回り	10年債 (%)	0.415	0.10～0.60	0.10～0.60	0.15～0.65	0.20～0.70
	5年債 (%)	0.105	0.00～0.25	0.00～0.25	0.05～0.30	0.10～0.35
為替レート	対ドル (円/ドル)	122.5	117～125	120～130	120～130	118～128
	対ユーロ (円/ユーロ)	133.6	120～140	120～140	120～140	118～138
日経平均株価 (円)	20,437	20,500±1,000	20,750±1,000	21,000±1,000	21,500±1,000	

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2015年5月26日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

国内景気:現状と展望

国内景気には、依然として消費税増税の影響が残っており、盛り上がり欠ける面もある。1～3月期のGDP第1次速報によれば、経済成長率は前期比0.6%(同年率2.4%)へ加速するなど、事前の市場予想(同0.4%程度)を上回る堅調な結果であった。

しかし、内容を精査すると、消費税増税後に大きく落ち込んだ民間消費の持ち

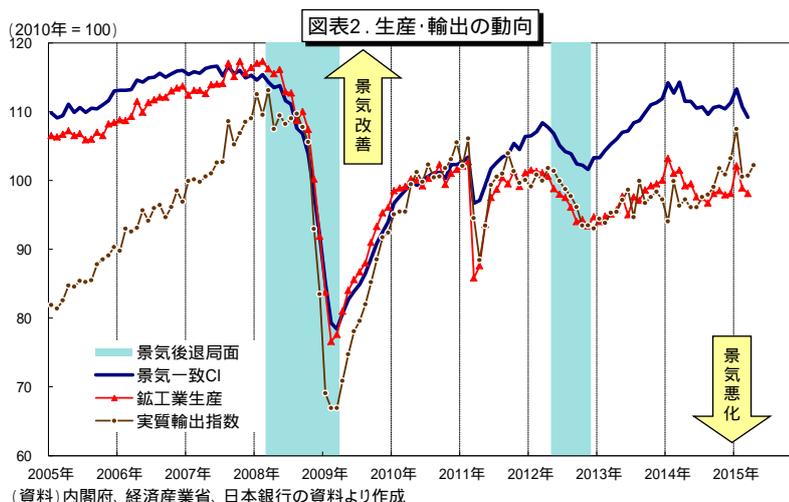
直しに力強さが依然として見られなかった(同0.4%)上、民間在庫が大幅に積み上がったことが成長率の主要な押し上げ要因(前期比成長率に対する寄与度は0.5ポイント)となるなど、前期比0.6%という高めの成長率は見かけ倒しであることが見て取れる。なお、それ以外では住宅投資や民間設備投資は4四半期ぶりに増加に転じた半面、公的需要が逆に4四半期ぶりに減少、かつ外需寄与度も0.2

ポイントとなるなど、ともに成長押下げ要因となった。

なお、それ以外の主要経済指標を確認すると、4月の実質輸出指数は2ヶ月連続での上昇となったが、14年後半にみられた力強い回復基調には程遠い内容であった。米

国・欧州など先進国向けは堅調であったが、減速懸念が強い中国向けがブレーキとなっている。こうした状況もあり、製造業の一部では在庫が大きく積み上がっており、生産抑制に働いている。

一方で、春季賃金交渉で賃上げムードが継続しているほか、全般的に労働需給が引き締まった状態が維持されるなど、14年度は消費税増税などの影響で悪化した家計の所得環境が好転する可能性が出るなど、明るい材料も出ている。3月の消費総合指数は前月比0.5%と2ヶ月連続で上昇したが、前述のとおり、消費の動きは総じて鈍い。しかし、消費者マインドはすでに好転しており、所得環境の

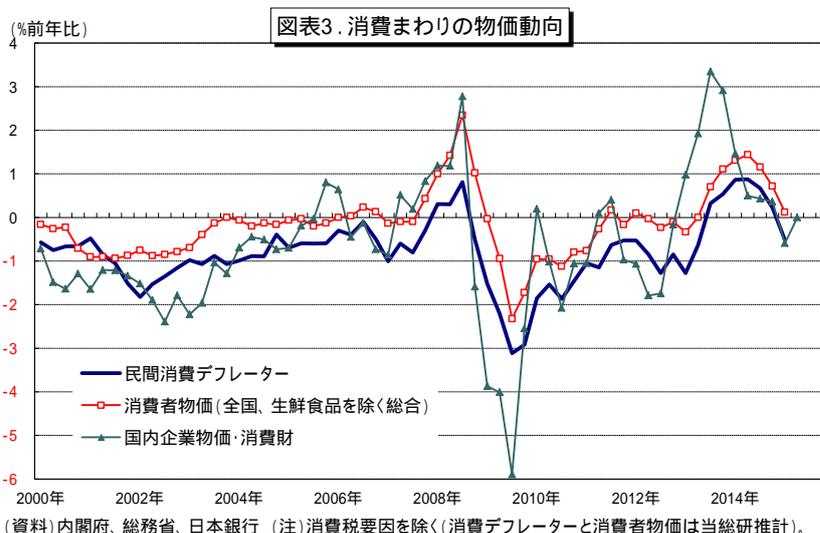


好転さえあれば、消費行動が再び活性化
する素地はあると思われる。

先行きは、海外経済、特に中国を含めた新興・資源国経済に下振れリスクが存在すると思われるが、「企業から家計へ」の所得還流が当面継続するとの期待感などから、消費が牽引する格好で国内景気の持ち直しテンポが高まっていくと予想する。また、先進国経済の回復も進み、円安で価格競争力をつけた輸出は底堅く推移するとみられ、企業設備投資の本格回復を促し、経済の好循環が実現するだろう（経済見通しは後掲レポート『2015～16年度改訂経済見通し』を参照のこと）。

一方、物価動向であるが、増税後の需

給環境が悪化したことに加え、昨秋以降の原油安の影響も加わり、物価の鈍化傾向が強い状態が続いている。3月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下、全国CPIコア）は前年比2.2%、増税による押し上げ分（2.0ポイ



ントと想定)を除けば同0.2%と、2月(それぞれ2.0%、0.0%)からはやや持ち直したが、物価上昇圧力はほぼ解消している。なお、4月(中旬速報値)の東京都部分、前年比0.4%と増税効果がほぼ剥落した格好となっている。

当面は、前年同時期と比べて円安水準にあるために最終財の輸入価格には依然として上昇圧力が加わっている(4月の企業物価統計における最終財価格(輸入品)は前年比6.8%の上昇)ほか、食料品などを中心にこれまでの原材料高騰分を価格転嫁する動きがあること、さらに電気・ガス料金に値上げ圧力が残っているが、14年7月までガソリンが高値圏で推移していたことの反動が15年夏場にかけて強めに出ることから、夏場にかけて物価は前年比ゼロ%程度での推移が続く可能性は高い。

金融政策:現状と見通し

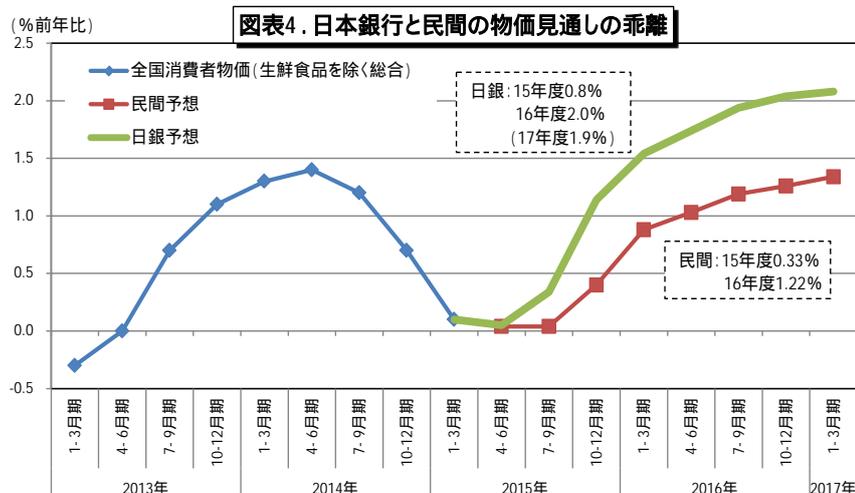
物価鈍化が明確になる中、日本銀行がどのような対応を取るのかについて、金融資本市場参加者の注目が集まっている。13年4月の量的・質的金融緩和(QQE)

導入当初、物価安定目標(全国消費者物価の前年比上昇率で2%前後)を「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」としていたが、その2年が経過した現時点で消費者物価は前年比ゼロ近傍での推移と

なるなど、日銀にとっては厳しい状況であることは間違いない。しかし、5月21~22日に開催された金融政策決定会合においても、QQEは所期の効果を発揮していると評価し、物価安定目標を安定的に達成するために必要な時点まで14年10月31日に強化したQQEの枠組みを続けることを決定している。

一方、前回4月30日の決定会合後には、日銀が年2回公表する「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」が公表された。内容的には、15年度物価見通しを下方修正する(前年度比:1.0% 0.8%)とともに、物価安定目標の達成時期を、それまでの「15年度内を中心とする期間内」から「16年度前半頃」へ先送りされた。とはいえ、日銀の物価に対する認識は市場参加者らに比べて強気であることには変わりはない。ESPフォーキャスト調査(5月)によれば、15年度の物価見通しのコンセンサスは0.3%にとどまるほか、日銀が2.0%とする16年度の見通しは1.2%とするなど、大きな乖離が存在していることが確認できる。

日銀がこのような「強気」な物価見通



(資料)総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センター
(注)消費税率の変化を含まず、民間予想はESPフォーキャスト調査(5月)を使用、日銀予想は展望レポート・中間評価(4月)より筆者作成

しを提示している背景には、「労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給バランスは着実に改善傾向をたどっている」、さらに「中長期的な予想物価上昇率もやや長い目でみれば全体として上昇している」と判断していることが指摘できる。14年度の経済成長率が1.0%だったことを考慮すれば、1年前と比較してGDPギャップが改善したかについては疑問の余地が大いにあるが、一方で失業率が低下傾向をたどるなど、労働需給は逼迫気味に推移したのは確かである。日銀短観からも、雇用人員や資本設備にはすでに不足感が出ており、先行きもそれらが強まっていくとの見通しであることが見て取れる。

また、この半年間で物価鈍化が明確になる中、消費動向調査や日銀短観などからは家計や企業の予想物価上昇率はあまり影響を受けていない様子も確認できる。特に家計に関しては、ガソリンなど石油製品価格は下がったものの、食料品や電

気代などには値上げ圧力がかかっているため、物価先高観は根強いものがある。これらのことを材料に、日銀は「物価の基調は改善している」を主張しているものと思われる。

もちろん、物価は指数の上では、原油安を起因とする石油製品などの価格下落によって鈍化しているのは確かであるが、「物価の基調は改善」という評価を考慮すると、マクロ的な需給環境を反映する「物価」と、原油など「個別の価格」は区別すべき、というメッセージを送っていると解釈できる。確かに、石油製品価格の下落は物価指数を直接的に押し下げる効果を持つ。しかし、それは同時に実質所得を増加させ、所得弾性値の高い財・サービスの需要を刺激することが想定される。実際には「消費の平滑化」が起きることもあり、現時点では石油製品以外の財・サービスの価格上昇を引き起こすほどの需要増は起きていない。しかし、賃上げ継続や夏季賞与の増加などを

経て、家計が将来的な所得拡大を織り込み始めれば、原油安の需要刺激効果が物価押し下げ効果を上回っていくとみられる。

とはいえ、「16年度前半頃」でさえも、2%前後の物価上昇を安定的に達成することは困難であると思われる。そのため、日銀はいずれ、展望レポートやその中間評価を行う

図表5. 日本銀行「展望レポート(2015年4月)」

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2014年度	1.0 ~ 0.8 < 0.9 >	+2.8	+0.8
1月時点の見通し	0.6 ~ 0.4 < 0.5 >	+2.9 ~ +3.2 < +2.9 >	+0.9 ~ +1.2 < +0.9 >
2015年度	+1.5 ~ +2.1 < +2.0 >	+0.2 ~ +1.2 < +0.8 >	
1月時点の見通し	+1.8 ~ +2.3 < +2.1 >	+0.4 ~ +1.3 < +1.0 >	
2016年度	+1.4 ~ +1.8 < +1.5 >	+1.2 ~ +2.2 < +2.0 >	
1月時点の見通し	+1.5 ~ +1.7 < +1.6 >	+1.5 ~ +2.3 < +2.2 >	
2017年度	+0.1 ~ +0.5 < +0.2 >	+2.7 ~ +3.4 < +3.2 >	+1.4 ~ +2.1 < +1.9 >

(資料) 日本銀行

(注) 対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

消費税増税の物価への影響度(17年度)は+1.3%ポイントと想定。

原油価格(ドバイ)は55ドル/バレルを出発点に70ドル/バレル台前半に緩やかに上昇。消費者物価には

15年度: 0.7 ~ 0.8ポイント、16年度: +0.1 ~ +0.2ポイントと試算。

時点で、物価 2%の達成時期をさらに先送りすることは不可避であろう。もちろん、何らかの要因で円高圧力が再び強まり、デフレマインドが再び台頭するような懸念が生じれば、追加緩和に踏み切らざるを得ないだろうが、現時点でその可能性は小さいと思われる。

しかし、15年度下期以降は原油安要因が剥落していき、かつ経済の好循環入りの実現していれば、すでに引き締まり気味の労働需給がさらに逼迫度を高め、それが賃金・物価を押し上げていくことが想定される。おそらくそれらは市場のコンセンサスを上回るペースで進むことも十分予想される。その際には量的・質的金融緩和（QQE2）からの出口戦略が意識され、長短金利などにも影響が出てくるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

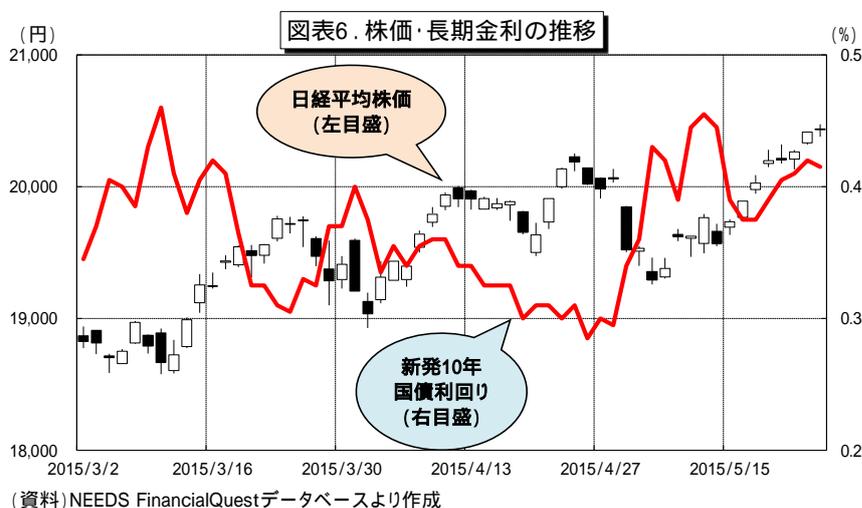
15年中にも想定される米国の利上げ時期を巡る思惑に、内外の金融市場は揺さ振られる場面もあったが、このところの米国経済指標の鈍さを背景に利上げ開始は年後半との予想が主流となっている。一方、4～5月にかけては、原油価格下げ止まりやユーロ圏のデフレ懸念が和らぐ

など、新たな材料も出始めている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

債券市場

13年4月に導入されたQQE、さらには14年10月末には追加緩和が決定されたことで、日銀は国債の年間発行額に迫る勢いで長期国債の買入れを実施しており、国債流通市場でのプレゼンスは一段と高まった。そうした中、指標金利である新発10年物国債の利回りは、1月中旬には一時0.2%割れと過去最低を更新したが、その直後には高値警戒感が強まったほか、流動性リスクへの警戒、さらには米国の早期利上げ観測も浮上し、3月上旬には0.47%まで上昇するなど、ややボラティルな展開が続いた。3月中旬以降は米国の主要経済指標の下振れで米早期利上げ観測が後退し、長期金利は落ち着いた動きとなり、4月下旬には再び0.3%割れとなった。しかし、ほぼ同時に原油価格が持ち直し、下げ止まりが意識されると同時に、世界的なデysinフレ懸念が和らぎ、海外の長期金利が上昇したのにつられる格好で、再び0.4%台後半へ上昇、その後も0.4%前後での展開となっている。



先行きについては、QQE2による一定の金利抑制効果が期待されることから、基本的には低金利状態はしばらく維持されるとみられるが、日銀が追加緩和に慎重な姿勢を強調しているため、再低下には歯止め

もかかりつつある。米国の利上げ時期を巡る思惑が再び大きな金利変動を引き起こす可能性には注意したい。

株式市場

14年末にかけて7年4ヶ月ぶりに18,000円台を回復した日経平均株価であったが、15年に入ると原油安を原因に世界経済の先行き懸念が急浮上、16,500円近くまで調整する場面もあった。その後は持ち直しに転じ、3月中旬には19,000円、4月10日には一時20,000円台を回復するなど15年ぶりの水準まで上昇した。その後は利益確定の売り圧力も強まり、上値が抑えられる展開が続いたが、底堅い企業決算の発表が相次いだことや米国利上げ時期の後ズレ観測が浮上したこともあり、再び上値を試す動きも見られる。

株式市場を取り巻くムードもデフレ脱却や成長促進につながる可能性について積極的に評価されるなど、変化が起きている。先行きについても、成長戦略の着実な実行や原油安メリットへの期待、内外の「流動性相場」の継続などは株価の押上げに貢献するとみられ、株価は堅調に推移すると予想する。

外国為替市場

アベノミクスへの期待感から円安気味に推移してきたドル円相場は、14年10月下旬にかけての米量的緩和終了や日銀のQQE2発表、さらにはGPIF運用改革案で外国債券・株式の運用比率の引上げが盛り込まれたことなどで一

段と円安が進行、12月上旬には7年4ヶ月ぶりの120円台まで円安が進行した。しかし、その後は世界経済の先行き懸念が台頭、リスクオフの流れから110円台後半から120円強を中心としたレンジ相場が続いたが、5月下旬に入り再びドル高いう傾向が強まってきた。

先行きについては、基本的には日銀では現行レベルの大規模緩和が当面継続する一方で、米国では利上げが意識されていることもあり、円安状態は保たれ、かつ利上げ時期が迫れば円安傾向が強まるとみられる。

一方、対ユーロレートは、ユーロ圏経済の低調さやデフレ懸念が強まる中、ECBが国債買入れによる量的緩和の導入に踏み切ったほか、政権が交代したギリシャに対する金融支援策の行方への警戒感などから、ユーロは軟調に推移してきた。しかし、4月中旬以降、ユーロ圏のデフレ懸念が大きく後退したこともあり、急速にユーロ高が進行した。とはいえ、ギリシャ問題を抱えているほか、ユーロ圏経済の本格回復にはまだ時間がかかることを考慮すれば、再びユーロ安が進む可能性もあるだろう。

(2015.5.26現在)

